

## 政治局会议衍生出的三大方向性问题

**引言：**4月17日1Q经济数据公布后，政治局旋即召开会议研究当前经济形势和经济工作。从会议公告看，中央决策层在客观分析经济形势的基础上，提出了一系列涉及“六稳”到“六保”的政策目标，并要求加大宏观政策力度的要求，有助于提振市场信心。我们认为，政治局会议中涉及增长、目标、政策等三大方向性问题需要做更加深入的分析，具体来看：

### 一、后续经济走势如何？疫情对中国经济的影响是短期的还是长期的？

■ 决策层认为疫情对中国经济的短期影响非常大，但同时又担心疫情的长期影响。我们通过多因素模型判断，疫情对中国经济的影响短期大于长期，2季度开始，经济会明显复苏，趋势向上。虽然1Q经济数据比较差，但趋势比结果重要，预计2季度经济增长4%左右，下半年经济增速在5%以上，全年实现经济增速3%左右。与此同时，考虑到低基数的因素，2021年经济增速将明显抬升。

### 二、政府经济增长目标怎么定？

■ 政治局会议后，市场对两会的召开时间比较关注，具体时间还有待明确。关于两会，需要明确的核心问题是“经济增长目标怎么定”。我们认为，政府工作报告可能不会提具体的增长数量目标，只是提出保持经济增长在合理区间的定性说法。在1季度抗疫、2季度复工和纾困的情况下，政府可能着眼于下半年经济的稳定增长，即更大力度地稳增长，比如争取下半年经济增长在6%左右。政治局会议提出，“在疫情防控常态化前提下，坚持稳中求进工作总基调”，稳中求进表明决策层还是希望未来经济增长能够在尽可能的情况下，保持在一定的合理区间。增长失速不利于“六稳”。

■ 政治局会议在“六稳”和“六保”目标中都提到就业、稳就业、保居民就业，还明确提出要“坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局”。我们判断，今年的政策目标可能是在全年有限增长背景下的稳就业、保民生，保持经济体系和社会的平稳运行。随着1季度政治局经济形势分析会议和两会的召开，宏观政策的着力点将会从第一阶段的抗疫和第二阶段的纾困转向第三阶段的稳增长为主。

### 三、未来政策的方向是什么？

■ 货币政策宽松的取向相对明确。危机初期，我国货币政策的取向非常清晰，短期重点在于提供流动性，稳定金融体系，中期则着眼于降成本，且“量”的宽松非常明显。往前看，预计今年再降准两次，MLF、LPR也将有所下调，存款基准利率下调可能性相对较低，“量”的宽松仍是政策的重点。

■ 市场对财政政策扩张的力度预期不明朗。前期财政政策重点集中于增加支出、贴息等方式支持抗疫情、纾困；随着国内疫情逐渐消退，财政政策将由前期救助转向第二阶段的内需反补外需的经济刺激。我们预计今年一般财政预算赤字率可能在5%左右（财政自动稳定器将使赤字率上升到3.5%），新增地方政府专项债3.5万亿元左右，抗疫特别国债发行可能在1万亿元左右，PSL净增6000亿元以上，国开债等政策性金融债也将加大发行力度。

■ 对市场的意义：基建、消费相对确定，A股上行概率相对较大。政治局会议指出“加强传统基础设施和新型基础设施投资”，意味着新老基建将共同发力；会议强调“扩大居民消费”、“适当增加公共消费”，预计从收入端进一步落实减税降费，支出端增加“政府消费”，部分地方可能会采用“消费券”的方式刺激消费。我们预计A股上行概率相对较大，随着政治局会议的召开以及两会的召开，不确定性的消退也将推升风险偏好。

**风险提示：**疫情发展失控、政府应对不当、行业影响过大。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001  
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001  
(8621)61038260  
duanxiaole@gjzq.com.cn

邸鼎荣 联系人  
didingrong@gjzq.com.cn

高翔 联系人  
gaoxiang1@gjzq.com.cn

## 引言

4月17日国家统计局公布1Q经济数据之后，政治局旋即召开会议研究当前经济形势和经济工作。从会议公告看，中央决策层在客观分析经济形势的基础上，提出了一系列涉及“六稳”到“六保”的政策目标，并提出加大宏观政策力度的要求，有助于提振市场信心。我们认为，政治局会议中涉及增长、目标、政策等三大方向性问题需要做更加深入的分析：一是对未来经济走势怎么看？具体来说，新冠疫情对中国经济的冲击是短期影响大还是长期影响大？这是一个最基础性的问题；二是今年政府工作报告经济目标怎么定？还会制定具体经济增长目标吗？市场对此也高度关注；三是未来宏观政策的方向是什么？在货币政策宽松的同时，财政政策的力度有多大？我们尝试对这三个问题进行回答。

### 一、后续经济走势如何？疫情对中国经济的影响是短期的还是长期的？

决策层认为疫情对中国经济的短期影响非常大，但同时又担心疫情的长期影响。政治局会议指出，“今年一季度极不寻常，突如其来的新冠肺炎疫情对我国经济社会发展带来前所未有的冲击。”这句话表明，决策层认为疫情对中国经济的短期影响非常大。同时，会议又指出，“当前经济发展面临的挑战前所未有，必须充分估计困难、风险和不确定性，切实增强紧迫感，抓实经济社会发展各项工作。”这句话表明，中央决策层同时又担心疫情的长期影响。

我们认为，疫情对中国经济的短期影响大于长期，2季度开始，经济会明显复苏，趋势向上。客观来看，由于涉及到多方面不确定性因素，如何准确分析新冠疫情对经济的影响相对困难。具体来看，疫情对经济的冲击程度和延续时间，首先取决于两个外部因素，即疫情本身的发展、应对政策的反应和空间；其次，从内部因素看，还取决于其内部各经济主体本身资产负债表的健康程度，包括居民部门、企业部门、政府部门和金融部门。如果内部因素健康，那么经济本身抗击疫情的能力强，政策的效果相对更好，有助于将疫情的影响控制在一定的期限内；反之疫情影响可能长期化。此外，当前疫情已经属于全球性问题，海外疫情和经济政策的演化也会对上述六大因素产生影响。从中国情况看，首先，外生变量方面，国内疫情已经得到控制，未来宏观政策的空间很大；其次，从居民部门、企业部门、政府部门和金融部门资产负债表看，我国四大部门资产负债表相对健康，尤其是政府部门和金融部门。因此，我们认为，疫情对中国经济的影响短期大于长期，2季度后，经济会明显复苏，趋势向上。虽然1Q经济数据比较差，但我们认为趋势比结果重要，预计2季度经济增长4%左右，下半年经济增速在5%以上，全年实现经济增速3%左右。与此同时，考虑到低基数的因素，2021年经济增速将明显抬升。

### 二、政府经济增长目标怎么定？

政治局会议后，市场对两会的召开时间比较关注，具体时间还有待明确。但在1Q经济数据公布和政治会议以后，我们判断，中央可能择机决定召开两会的的时间和方式，因此，两会召开的时间可能正在临近。关于两会，需要明确的核心问题是“经济增长目标怎么定，今年还会定增长目标吗？”

我们认为，政府工作报告可能不会提具体的增长数量目标，只是提出保持经济增长在合理区间的定性说法。在1季度抗疫、2季度复工和纾困的情况下，政

府可能着眼于下半年经济的稳定增长，即更大力度地稳增长，比如争取 2H 经济增长在 6% 左右（具体参见 3 月 22 日报告《实现翻番目标所需的政策刺激力度（补充版）》）。我们预计在政府工作报告中，可能不会提具体的增长数量目标，只是提出保持经济增长在合理区间的定性说法。此次，政治局会议提出，“在疫情防控常态化前提下，坚持稳中求进工作总基调”，稳中求进表明决策层还是希望未来经济增长能够在尽可能的情况下，保持在一定的合理区间。

**政治局会议在“六稳”和“六保”目标中都提到就业，稳就业，保居民就业。**从数据来看，2 月我国城镇调查失业率升至 6.2%，为 2018 年公布该数据以来最高值，3 月调查失业率小幅回落至 5.9%，但依然处于高位，可见就业的压力非常大。但是，**稳就业也需要一定的经济增长来予以支撑。**我们在 3 月 29 日深度报告《有限增长下的稳就业选择：结构反补总量》中，从行业层面分析了稳就业的政策选择，发现第二产业中建筑业和制造业是存量就业人数最大的两个行业，因此，要稳住这两大行业需求，防止失速下滑；其次，如果经济失速，居民部门的资产负债表也会相应恶化，进而损害居民消费和内需增长；此外，考虑到海外疫情影响，二季度以及之后很长一段时期外需仍将比较弱，需要通过内需弥补外需，因此，需要政策予以逆周期对冲。此外，**由于外部环境的不确定性，政治局会议明确提出要“坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局”。**

政治局会议提出“要稳住经济基本盘，兜住民生底线，要在稳的基础上积极进取，在常态化疫情防控中全面推进复工复产达产，恢复正常经济社会秩序，培育壮大新的增长点增长极，牢牢把握发展主动权。”我们认为，今年政策目标可能保障全年有限增长下的稳就业、保民生，保持经济体系和社会的平稳运行。随着 1 季度政治局经济形势分析会议和两会的召开，宏观政策的着力点将会从第一阶段的抗疫和第二阶段的纾困转向第三阶段的稳增长为主。

### 三、未来政策的方向是什么？

我们在 4 月 14 日深度报告《货币宽松的同时，财政扩张更加重要》中，对货币政策与财政政策的配合进行了分析。发现在危机初期，货币政策更为重要，提供流动性以稳定金融体系；在危机后和经济复苏阶段，财政政策的扩张可能更为重要。从 2008 年金融危机的应对经验来看，美国相对欧元区、日本复苏更为稳健，得益于财政与货币的积极配合。对我国而言，当前阶段，在货币宽松的同时，财政政策的扩张更为重要。

#### （一）货币政策宽松的取向相对明确

当前关于货币政策的宽松取向，市场预期基本一致。政治局会议提出，“稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上”，可以看到，政治局会议关于货币政策的表述与市场预期方向一致。

危机初期，我国货币政策的取向非常清晰，短期重点在于提供流动性，稳定金融体系，中期则着眼于降成本，且“量”的宽松非常明显。1 季度 11 万亿的天量社融数据也说明了这一点。往前看，预计今年再降准 2 次，MLF、LPR 也将有所下调，存款基准利率下调可能性相对较低，“量”的宽松仍是政策的重点。这也是我们 3 月 8 日深度报告《量的宽松重于价的宽松：2020 年货币政策十大

判断（修订版）》中提出的观点。2020年2月以来，疫情冲击下，央行大规模提供流动性并在全球央行中率先降息，货币政策持续宽松的取向非常清晰。首先，加大再贷款支持，2月以来央行先后增加3000亿元专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供；新增再贷款再贴现额度5000亿元，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月末又增加面向中小银行的再贷款再贴现额度1万亿元；其次，两次定向降准，MLF、逆回购利率均有所下调，且自2008年以来首次下调超额存款准备金利率（从0.72%下调至0.35%），着眼于降低实体经济融资成本；最后，货币政策“量”的宽松非常明显。一季度社融达到11.1万亿元（去年同期为8.6万亿元），预计今年全年社融至少27万亿元。往前看，预计今年再降准两次，MLF、LPR也将逐步下调，存款基准利率下调可能性相对较低，“量”的宽松仍是政策的重点。

## （二）市场对财政政策扩张的力度预期不明朗

相对货币政策而言，市场对财政政策力度的预期不是很明朗。政治局会议要求，“积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。”我们预计财政政策的力度会明显加大。

前期财政政策重点集中于增加财政支出、财政贴息等方式支持抗疫情、纾困；随着国内疫情逐渐消退，财政政策将由前期救助转向下一阶段内需反补外需的经济刺激。

首先，我们预计2020年一般财政预算赤字率可能在5%左右。我们在4月13日深度报告《赤字率来自被动上升还是主动上调？》中对财政赤字率做了详细分析，认为在经济增长下行周期中，财政政策将发挥自动稳定器的功能，赤字率将被动上升0.73个百分点，这样预算赤字率会达到3.5%；但是，如果赤字率仅仅为3.5%，则都是源于被动上升，边际上财政政策并没有发力，财政也谈不上积极。我们根据政治局会议的表述，判断主动赤字率可能会增加1.5个百分点左右，最终赤字率预计在5%左右。当然，最终赤字率的确定还需要综合考虑主动赤字和广义财政“专项债、PSL、特别国债、国开债等”之间的平衡关系，如果后者量大，赤字率可能会低一些。我们在此前报告也作了深入分析。

其次，预计今年地方政府专项债发行在3.50万亿元左右，相较于去年至少增加1万亿元以上。主要是考虑到专项债不计入一般预算赤字，是广义财政的重要手段。而且海外疫情进一步恶化或失控，必将导致我国外需下滑，拖累经济增长，作为基建稳增长重要的资金来源专项债也将更加积极，体现“内需补外需”的思想。

此外，预计今年抗疫特别国债发行可能在1万亿元左右，可以与现有的财政货币政策相互补充，形成合力。我们在4月5日深度报告《“特别国债”用途的三个猜想》中特别国债做了分析说明。此次政治局会议明确提出发行“抗疫特别国债”，支出方向可能主要为与疫情相关的基建支出，有一部分也可能用于一般基建项目，但这并不意味着整体基建资金来源会下降，可能只是资金来源的方式发生变化。基建资金来源可能更多依赖财政支出、政府基金、地方政府专项债、PSL等。

最后，预计今年PSL净增6000亿元以上。在一般公共财政空间相对有限的前提下，一个可能的政策方向在于货币与财政的结合点，也就是以PSL为代表的

准财政行为，与 2016 年重点用于棚户区改造不同，新增资金将重点支持新基建、新型产业以及地方政府相关项目等。相应的，我们预计今年国开债等政策性金融债也将加大发行力度。

“房住不炒”的政策不会改变，政治局会议也作了明确说明“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展”。与历史相比，本轮房地产严调控持续时间较长。2015 年以来我国房价在全球涨幅最大，房地产泡沫明显，这是政策严控房地产的重要原因。如果放任地产泡沫的进一步积聚，将对经济造成更严重负面影响，这一方面，90 年代日本、2007 年美国房地产泡沫的破灭都是很好的例子。实际上，在我国也有这样的例子，90 年代初海南房地产泡沫的破灭，也对当地经济造成了严重的负面影响。我们判断，房地产政策的重点可能在于供给端，如农村土地制度的改革，也主要着眼于房地产投资方面。

### （三）对市场的意义：基建、消费相对确定，A 股上行概率相对较大

财政扩张力度增加下，基建投资的方面是比较确定的。此次政治局会议指出，“加强传统基础设施和新型基础设施投资”，意味着新老基建将共同发力（这是 2019 年 7 月以来政治局会议首次提到传统基建）。从一季度经济数据来看，基建投资增速不及预期，可能与疫情影响下项目开工滞后有关。未来看，在政策支持 and 疫情缓解的背景下，预计基建投资增速将会有较大幅度上升，全年增速有望升至 12% 以上。

政策对消费的支持也是比较确定的。会议强调“扩大居民消费”、“适当增加公共消费”，预计从收入端进一步落实减税降费，支出端增加“政府消费”，部分地方可能会采用“消费券”的方式刺激消费。从具体消费类型来看，可选消费可能会有较好表现，必需消费品保持稳定。

预计 A 股上行概率相对较大。从股债相对估值的角度来看，A 股明显处于较利率债比较有优势的区间；从 DDM 模型的角度来看，分子端企业盈利随着名义 GDP 应该是逐季回升，分母端无风险利率也不会上升（无论是用 LPR 估算还是 10 年期国债收益率衡量），风险偏好随着海内外疫情逐渐得到控制也会逐步回升；随着政治局会议的召开以及两会的召开，不确定性的消退也将推升风险偏好。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_5713](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_5713)

